

摩根士丹利基金视窗

2025 年 4 月 7 日 第 13 期（总第 93 期）

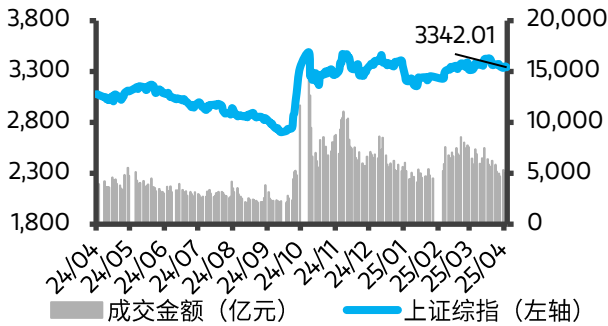
市场洞察：特朗普政府超预期关税导致全球市场显著调整

上周 A 股市场延续调整，上证指数下跌 0.28%，沪深 300 指数下跌 1.37%，万得全 A 指数下跌 1.17%，上证指数最为抗跌，下跌 0.28%。从行业表现看，电力公用、农林牧渔、医药、银行和交通运输等行业表现靠前，汽车、电新、家电、有色金属和机械等行业表现靠后。市场风格偏大盘价值，两市日均成交额为 11367.5 亿元，较前一周回落 9.84%。

美国总统特朗普 2 日在白宫签署关于所谓对等关税的行政令，宣布美国对贸易伙伴加征 10% 的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。白宫发布的文件显示，针对所有贸易伙伴加征的 10% 关税于 5 日生效。特朗普政府“对等关税”超预期，若美国对外加征关税措施全部落地，其对外有效关税税率可能会超过 20%，这会达到上世纪初的水平，将导致美国对外贸易的大幅萎缩。全球市场迎来显著调整，美股等发达市场领跌。中国宣布对华加征 34% 的关税，市场定价全球衰退预期，商品暴跌。特朗普敦促美联储降息，但美国 3 月份非农就业数据超预期，鲍威尔表示不应低估关税对通胀的影响，维持全年两次降息的判断。

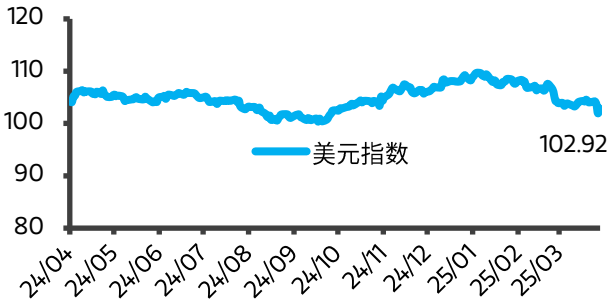
美国对外关税的影响之下，海外市场进入衰退交易模式，A 股市场也可能出现短暂降温，基本面的担忧也会加重，提振内需是国内政策的主要抓手，

图表 1
上证综合指数近一年走势图



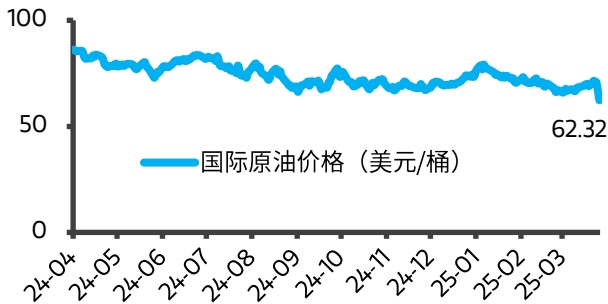
数据来源：Wind，截止日期：2025.4.3。

图表 2
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.4.4。

图表 3
国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.4.4。

投资者预期在显著增强，内需品种相对收益将会凸显。提振内需的方向包括，有的提振消费政策继续加码，货币政策的宽松提前，加码支持基建等。

短期投资者避险情绪预计会增强，继续抛售一些高估值品种，A 股市场的波动增大难以避免，但此阶段可能是寻找优质品种的较佳时机。即便面临着较为不利的宏观环境，过去几年仍然涌现出了一批优秀的公司，这类公司并非是依托行业的上升周期成长起来的，而是凭借着出色的管理能力或技术优势取得了快速的成长，盈利能力显著提升；我们看到不光在科技领域，在传统的消费和周期行业也不乏这种穿越品种，值得持续看好。

专栏——研究员手记：

关税药品影响分析

4月2日，美国特朗普政府宣布全面关税政策。其中对于所有贸易伙伴征收额外 10%的基准关税。对于重点贸易伙伴，与美国逆差较大的部分国家及地区加征特定关税，例如对中国加征 34%（此前已加 20%）、泰国加征 36%、对越南加征 46%等。由于加拿大和墨西哥和美国处在谈判之中，暂时不在本次名单之内，符合《美墨加贸易协定》的商品继续获得豁免。4月4日，中国发布多项对美关税反制措施，包括针对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34%关税等。相较而言，医药方面整体影响较小，药品获得绝大多数的豁免，包括（1）绝大部分药品制剂：各类化药制剂和疫苗、抗体等生物制品；（2）原料药：维生素类、氨基酸类、激素类、抗生素、抗感染类等；（3）植物提取物：芸香苷及其衍生物、除芸香苷及其衍生物外的天然或合成的苷类及其盐、醚、酯及其他衍生物和其他植物物质着色料及制品。此次豁免与上次 301 关税的豁免类似，反映了药品在关税方面的特殊性与敏感性，尤其是在美国医疗成本高企的背景下。

从药品产业价值链条看，从中间体到原料药到制剂，全球呈现高度全球化分工的态势，当前 API、中间体等产业链价值主要集中在中国、印度等国家，制剂产能主要在欧洲区域，这是多年产业竞争迁移形成的格局，靠关税等因素逆转难度较大。此外从价值占比看，中间体、API 占终端制剂比例在小个位数水平，终端药企通过小幅提价可以充分消化成本端的影响，因此关税整体看对我国的药品供应链影响较小，同时制剂端关税从美国豁免机制看整体呈现谨慎态度。

若中国对等反制关税在不豁免药品、科研试剂的情况下落地，可能加大对于国产替代的预期。国

内科研试剂整体还是由外资占据，除了本地化生产外，也有相当一部分比例来自于进口，在进口药品、科研产品等成本显著提高的情况下，国内需求方处于成本考虑可能加速国产替代，利于国产药企及科研试剂等发展。当然药品方面由于医保支付等价格约束，关税转嫁的难度较大，由于中国作为全球第二大医药市场，对全球医药巨头都具备较强吸引力，若 MNC 不愿意放弃市场，又面临医保支付对关税加价的约束，可能会加速美国 MNC 等在国内本地化生产，形成全球区域分割生产及分割销售的新局面。

(专栏作者：研究管理部 潘海洋)

免责声明：本资料仅作为客户服务材料，不构成具体基金的宣传推介材料或法律文件。本文所载的观点、分析及预测仅代表作者个人意见，不代表摩根士丹利基金管理（中国）有限公司立场。在任何情况下本资料中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，不构成任何要约或要约邀请，也不构成任何业务、产品的宣传推介或对阅读者的投资建议、承诺和担保。本公司或本公司关联方、雇员或代理人不对任何人使用此全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。基金管理人与股东之间实行业务隔离制度，股东并不直接参与基金财产的投资运作。未经本公司事先书面许可，任何人不得将本资料或其任何部分以任何形式进行派发、复制、转载或发布，或对本资料内容进行任何有悖原意的删节或修改。基金有风险，投资需谨慎。

摩根士丹利基金管理（中国）有限公司
深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场二座 19 楼
邮编：518048

电话：(0755) 88318883
传真：(0755) 82990384
<https://www.morganstanleyfunds.com.cn/>